

Crescimento de Debêntures Financia Capital de Giro

André Albuquerque Sant'Anna*
25 de julho de 2006

O mercado de capitais registrou uma forte expansão em 2005. De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as emissões primárias atingiram R\$ 64 bilhões no ano passado, em valores de junho de 2006 corrigidos pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).¹ Isto representa um crescimento real de 145% sobre 2004 e de 153% sobre a média 2000-2004 (Tabela 1). Os dados do primeiro semestre de 2006 indicam que esse processo continua em marcha. Já foram registrados mais de R\$ 24 bilhões neste período e ainda há R\$ 27 bilhões em análise na CVM.

Tabela 1
Emissões primárias registradas na CVM
(Em R\$ milhões de 06/06)*

Ano	Ações	Debênt.	Notas Promissórias	FIDC	Outros	Total
2000	2.161	13.405	11.632	—	1.977	29.175
2001	1.926	21.579	7.495	—	1.928	32.928
2002	1.329	18.510	4.902	253	1.976	26.969
2003	266	6.112	2.462	1.782	1.449	12.072
2004	4.807	10.398	2.410	5.502	3.209	26.327
2005	4.441	44.247	2.678	8.458	4.571	64.395
2006 (1º Sem.)	4.860	11.308	1.274	4.097	2.711	24.249
2000/2005 Média	2.488	19.042	5.263	2.666	2.518	31.978
Participação	8%	60%	16%	8%	8%	100%

* Valores corrigidos pelo IPCA.

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

* Economista da Secretaria de Assuntos Econômicos do BNDES.

¹ A CVM acompanha as emissões de diferentes tipos de valores mobiliários, entre os quais, os principais são Ações, Debêntures, Notas Promissórias e Fundos de Investimento em Direito Creditório (FIDC).

Algumas considerações preliminares devem aqui ser feitas. Em primeiro lugar, deve-se considerar que as debêntures têm sido o principal instrumento de captação de recursos via mercado de capitais, respondendo por 60% das emissões primárias entre 2000 e 2005. Em segundo, as notas promissórias, que representam 16% em média das emissões totais registradas na CVM neste período, vêm perdendo participação para outros tipos de valores mobiliários, em especial os Fundos de Investimento em Direito Creditório (FIDC). Estes fundos são compostos por direitos de crédito cedidos por empresas. Seu crescimento recente se explica, em boa medida, pela segurança jurídica que este instrumento oferece ao investidor. Por fim, as ações, a despeito de uma participação relativamente modesta no mercado de capitais (8% em média, entre 2000 e 2005), retomaram, a partir de 2004, relevância como forma de captação de recursos.

De todo modo, como já mencionado, são as debêntures que vêm liderando a expansão do mercado de capitais. As emissões desses títulos, em 2005, chegaram a R\$ 44,2 bilhões. Trata-se de um valor quatro vezes maior que o do ano anterior, quando os lançamentos atingiram R\$ 10,4 bilhões (Tabela 1). É um montante igualmente muito expressivo frente ao histórico do mercado. A média do período 2000-2004 foi de apenas R\$ 14 bilhões.

Uma comparação interessante a ser feita é entre as emissões de debêntures, que em princípio são títulos de longo prazo, e os desembolsos do BNDES. O mercado de capitais brasileiro tradicionalmente tem tido um papel menor no financiamento do investimento, que faz uso basicamente de recursos próprios das empresas, empréstimos junto ao BNDES e créditos externos. Em 2005, o BNDES, que responde por cerca de 20% do total do crédito bancário ao setor privado, foi responsável por liberar R\$ 47,7 bilhões, a preços de junho de 2006 corrigidos pelo IPCA. Assim, o mercado primário de debêntures equivaleria a 93% do que foi efetuado pelo BNDES no mesmo ano.

O elevado crescimento de debêntures pode sugerir que o mercado de capitais estaria finalmente exercendo um papel muito relevante na intermediação do financiamento do investimento das empresas nacionais. Essa transformação estaria, inclusive, em sintonia com o que vem ocorrendo no mundo industrializado.

Dito de outra forma, o mercado de capitais brasileiro estaria evoluindo na mesma direção do sistema financeiro internacional, onde o uso dos mecanismos de financiamento direto das empresas – como é o caso da colocação primária de ações e debêntures – vem substituindo o crédito bancário nas operações de longo prazo.

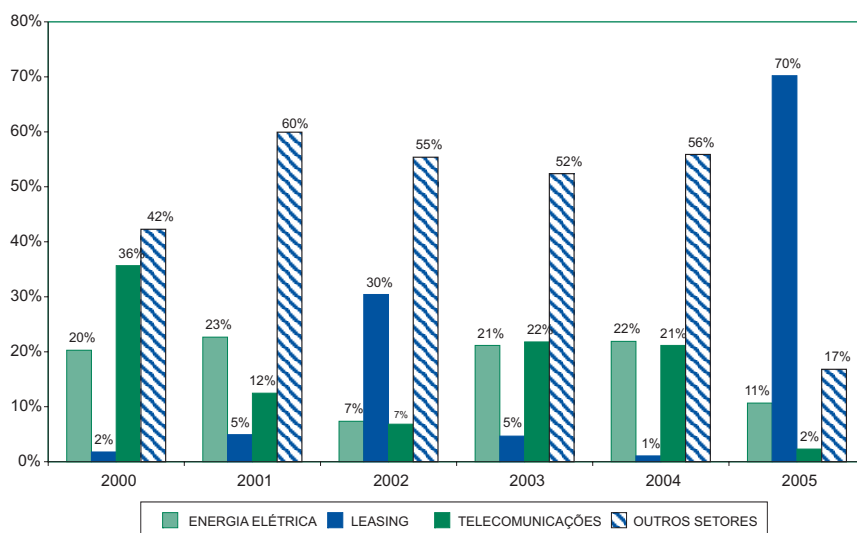
Diante dessas considerações iniciais, este informe tem por objetivo analisar o crescimento das emissões de debêntures no ano passado sob quatro diferentes pontos de vista: ramo de atividade do emissor, destinação de recursos, garantia oferecida e indexador de taxa de juros.

Ramo de Atividade do Emissor

O Gráfico 1 mostra que houve uma variação grande na concentração de emissores. Assim, o setor Telecomunicações, por exemplo, foi responsável pela maior parcela do mercado em 2000, com pouco mais de 30%. Energia Elétrica, por seu turno, foi líder em 2004, quando respondeu por 22% dos lançamentos.

Gráfico 1

Lançamentos de Debêntures por Ramo de Atividade



Fonte: Sistema Nacional de Debêntures.

Os destaques, em 2005, foram as empresas de *leasing* que responderam por quase 70% dos lançamentos, em um ano de forte crescimento do mercado. Entre 2000 e 2004, o maior valor captado pelas sociedades de arrendamento mercantil foi alcançado em 2002, quando atingiu R\$ 5 bilhões. Até junho de 2006, novamente as empresas de *leasing* lideraram o mercado. Dos R\$ 11,3 bilhões de debêntures registradas, 45% foram emitidas por empresas daquele setor. Ademais, dos R\$ 25 bilhões de debêntures ainda em análise na CVM, R\$ 21,7 bilhões são de sociedades de arrendamento mercantil. Em suma, se todas essas operações forem registradas na CVM, a participação das empresas de *leasing* atingirá 73% do total.

Destinação dos Recursos

Os recursos captados através de debêntures podem servir a diferentes propósitos: alongamento do perfil da dívida da emissora, implantação de projetos, reforço de capital de giro, aquisição de controle acionário, realização de operações de arrendamento mercantil, dentre outros.

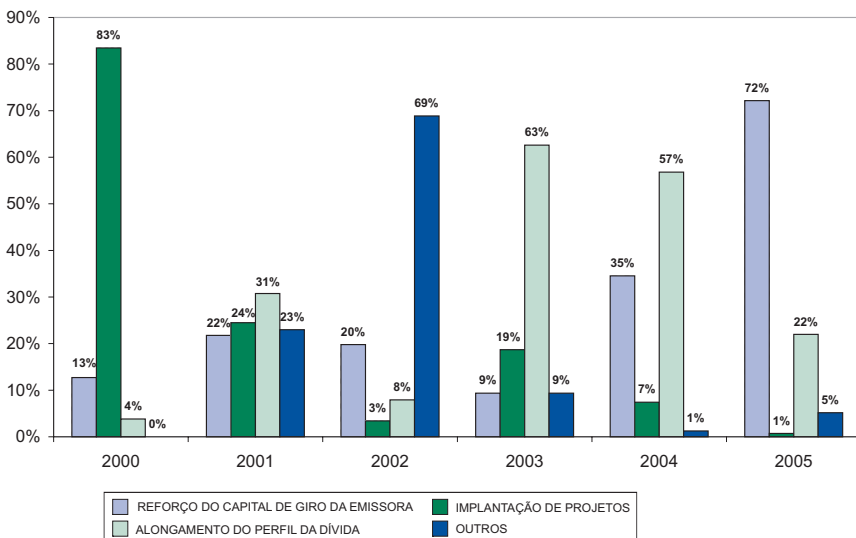
Como se pode ver no Gráfico 2, em 2005 houve uma importante inflexão na destinação dos recursos captados pelas debêntures emitidas. A captação para reforço de capital de giro passou de R\$ 2,7 bilhões em 2004 para R\$ 30,7 bilhões no ano seguinte – um crescimento real de 1.052%. A participação desse tipo de destinação no total aumentou de 35% em 2004 para 72% em 2005, quase todas realizadas pelas empresas de *leasing*.

Garantia Oferecida

Com relação à constituição de garantias para debêntures, a lei estabelece quatro modalidades. Por ordem de segurança ao credor, a mais robusta é a “Debênture com Garantia Real”. Neste caso, a companhia emissora oferece ao credor o penhor de bens móveis ou de recebíveis; a hipoteca de bens imóveis; ou a cessão do direito de créditos advindos do bem imóvel. Em seguida, viria a “Debênture com Garantia Flutuante”. Esses títulos

Gráfico 2

Lançamentos de Debêntures por destinação dos recursos



Fonte: Sistema Nacional de Debêntures.

asseguram privilégio geral ao credor sobre todos os ativos da emissora sem distinção. Posteriormente, vêm as “Debêntures sem preferência sobre ativos – ou Quirografárias”. Este tipo de credor, em caso de liquidação da empresa, estará em posição inferior aos detentores de garantia real ou flutuante. Finalmente, existem as “Debêntures Subordinadas” aos demais credores. Essa última classe de debenturistas só tem preferência de pagamento sobre os acionistas.

Pelo fato de não oferecer qualquer tipo de garantia, o investidor em debêntures subordinadas necessita ter uma extrema confiança na empresa emissora. Em 2005, 78% das debêntures emitidas fizeram uso de cláusula de subordinação.

Indexador de Taxa de Juros

Quase todas as debêntures emitidas (93%) em 2005 foram indexadas à taxa do mercado interbancário (DI). O DI é uma taxa que varia dia-a-dia e que acompanha a taxa Selic, fixada

pelo Banco Central. O principal atrativo de uma debênture de longo prazo indexada à DI, para seu detentor, é a possibilidade de este poder tomar facilmente recursos em um mercado muito líquido à mesma taxa. Entretanto, como essas debêntures foram lançadas com prazo médio de 14 anos, este mecanismo faz com que o valor presente do título varie a cada dia independentemente do seu prazo total, ou seja, o *duration* da operação é muito curto. O risco de variações da taxa de juros é, por sua vez, assumido pela companhia emissora, o que torna esse tipo de financiamento muito arriscado para investimentos de longo prazo.

Conclusões

O crescimento do mercado de debêntures em 2005 e a tendência em 2006 poderiam, à primeira vista, sinalizar uma mudança no quadro estrutural de financiamento do investimento no Brasil. Deste ponto de vista, estaríamos caminhando, em linha com a tendência mundial, na direção de uma maior relevância do mercado de capitais. Uma avaliação mais cuidadosa dos dados, porém, revela que o substancial aumento do volume de emissões está diretamente relacionado à estratégia financeira das empresas de *leasing* e que as debêntures estão majoritariamente indexadas à DI.

Debêntures indexadas a essa taxa não conferem a estabilidade necessária para o cálculo de investimentos de longo prazo. Não é de se estranhar, portanto, que o reforço ao capital de giro seja a principal destinação dos recursos captados com emissão de debêntures. Os termos e condições em que vêm sendo emitidas as debêntures não são, em suma, adequados para sustentar financeiramente decisões de investimento relacionadas a projetos de longo prazo na indústria ou na infra-estrutura.